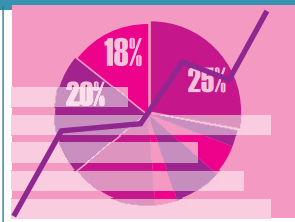


2004



АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

Обзор рынка прямых и венчурных
инвестиций в России
(1994 - 2004)

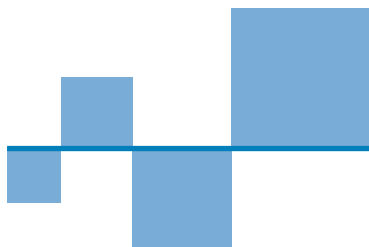


PRICEWATERHOUSECOOPERS 



Российская Ассоциация
Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)

Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций 1994–2004



Информационный взаимообмен: пустая формальность или насущная необходимость?

Переход российской экономики на инновационный путь развития предполагает активизацию деятельности всех участников этого процесса и мобилизацию ресурсов на создание условий и построение инфраструктуры, прежде всего информационной, для появления и роста как молодых компаний, так и новых венчурных фондов и фондов прямых инвестиций с участием национального капитала.

Вопрос информационного взаимообмена в сообществе венчурных инвесторов оставался и остается одним из наиболее острых на протяжении всего периода деятельности венчурных фондов в России. Неоднократно предпринимаемые ранее шаги по изучению рынка венчурных инвестиций в России сталкивались с рядом проблем, главной из которых являлось нежелание или невозможность предоставить первичную информацию.

Появление данного Обзора стало возможным благодаря постепенно меняющейся ситуации, при которой профессиональные участники венчурного рынка готовы открыто позиционироваться в рамках сложившегося сообщества, что является дополнительной иллюстрацией повышения активности венчурных инвесторов в России.

Предлагаемый участникам Пятой Российской Венчурной Ярмарки Аналитический обзор - это, пожалуй, первая успешная попытка объединить разрозненные данные по венчурным инвестициям в единую информационную картину, иллюстрирующую реальное состояние этого сектора экономики.

По мнению экспертов данный Обзор будет способствовать появлению дополнительного синергетического эффекта в работе как уже действующих фондов, так и в активизации процесса создания новых.

Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ) выражает особую благодарность компании ПрайсутерхаусКуперс (PwC), оказавшей непосредственную техническую и консультационную поддержку процесса подготовки настоящего Обзора.

*Альбина Никконен
Исполнительный директор РАВИ*

Оглавление

Введение	3
Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России 1994-2004	6
Результаты опроса управляющих венчурных фондов	26
Результаты опроса представителей малых инновационных компаний	35
Методология	44

Введение

Данный обзор является первым обобщающим отчётом Российской Ассоциации Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ) о масштабах и характере событий, происходивших на российском рынке прямых и венчурных инвестиций за последние десять лет. Несмотря на многие очевидные трудности, связанные с переходным периодом российской экономики в целом и ранней стадией существования подобного инвестиционного инструмента в частности, общие тенденции формирования российского рынка прямых инвестиций говорят о том, что в России венчурные инвесторы оказывают всё большее влияние на темпы и качество развития малого и среднего бизнеса. Выйдя на уровень 3,1 млрд долларов (этой цифре равна общая капитализация действующих на территории России фондов), венчурные инвесторы за этот период вложили свыше 2,4 млрд долларов в 353 российские компании.

Сообщество прямых и венчурных инвесторов в России становится всё более профессиональным и диверсифицированным. На рынке представлены фонды с капитализацией от 4 до 400 млн долларов, управляющие команды которых с количеством сотрудников от 3 до 30 человек состоят из высококлассных специалистов, имеющих большой опыт работы на международных рынках. Сами управляющие компании зарегистрированы как в России, так и за рубежом (причём количество управляющих компаний с российской «пропиской» постепенно увеличивается). Также растут объёмы средств, поступающие в фонды из российских источников. Эта ситуация отражает выполнение одного из важнейших условий, о котором так много говорят зарубежные финансисты: пока на российский рынок не начнут поступать российские деньги, частные иностранные инвесторы также не станут спешить с принятием решений инвестировать в России. Исследование показало, что 26% от всех средств, привлечённых в новые фонды в период с 1999 по 2004 годы, поступило из российских источников. За предыдущие 5 лет этот показатель находился на уровне 3%.

В общей сложности данные по 64 фондам, попавшим на «экраны радара» РАВИ, представлены в данном обзоре. Не все управляющие компании ответили на приглашение принять участие в исследовании. Из 37 разосланных анкет 20 вернулись заполненными. Информация в этих анкетах представлена по 35 фондам с общей капитализацией 2,2 млрд долларов. В дополнение к первичным сведениям, полученным в результате анкетирования, использовались данные из открытых источников, информация с Интернет сайтов и из годовых отчётов управляющих компаний, а также результаты телефонных интервью и личных встреч с

представителями фондов, профессионалами и экспертами данного рынка. Подобный подход по чистоте и полноте первичных данных отличает это исследование от аналогичных обзоров коллег из национальных ассоциаций других стран, однако не делает его менее значимым для оценки общих тенденций развития данного сегмента финансового рынка экономики России.

По аналогии с подобными обзорами, в которых обычно рассматриваются данные двух смежных периодов времени (как правило, последнего и предпоследнего годов), и оставаясь в заданном десятилетнем диапазоне, информация естественным образом была разделена на две пятилетки, границей которых явился кризис 98-го года. Соответственно обоснованием многих аналитических выводов по данным этого исследования послужили, в том числе, и фундаментальные преобразования, произошедшие в российской экономике после августовского кризиса.

Данные о распределении инвестиций по отраслям, стадиям инвестирования и федеральным округам представлены только по параметру денежного выражения. Распределение по количеству компаний проанализировать не удалось ввиду недостаточности информации по каждой инвестиции в отдельности: некоторые фонды предоставляли информацию уже в обобщённом (агрегированном) виде. Дополнительную сложность также представлял сбор и анализ данных по выходам фондов из профинансированных компаний. Ссылаясь на требования партнёров-инвесторов фондов или покупателей портфельных компаний о неразглашении информации, управляющие большинства фондов отказывались предоставлять даже примерные данные по объёмам выходов и способам их реализации. Поэтому информация этого раздела представлена только по способам «выходов» в виде обобщающего изложения, основанного на материалах открытых источников и результатах бесед со специалистами и экспертами венчурного рынка, а также с учётом планов управляющих компаний по сбору новых фондов.

Помимо общей статистики по количеству и капитализации фондов, источникам капитала, распределению инвестиций и «выходам» в данном сборнике представлены результаты опроса управляющих фондов по различным аспектам функционирования и будущего развития данного рынка в России. Авторы интересовали, в частности, такие темы, как особенности маркетинга фондов и наиболее часто используемые источники получения заявок-проектов, минимальный процент владения портфельными компаниями или природа основных трудностей при работе с ними. Ответы оказались в основном предсказуемыми (так, например, главная причина отрицательного результата переговоров – разногласия по оценке стоимости компаний, а основной источник проектов – личные рекомендации). Однако появилась возможность выразить струк-

турированное мнение венчурного сообщества по вопросу разработки методов государственного стимулирования развития системы венчурного инвестирования в России.

В заключительный раздел сборника вошли результаты опроса представителей малых и средних инновационных компаний. Нас интересовала степень информированности предпринимателей и исследователей о возможностях рынка венчурных инвестиций и условия, на которых возможно конструктивное сотрудничество. Опрос показал, что разработчики ещё не готовы сотрудничать с венчурными фондами. Например, 87% предпринимателей, заинтересованных в привлечении инвестиций, не обращались в венчурные фонды (или не знают, что это такое), и только 9% и 3,5% респондентов в случае получения инвестиций готовы отдать пакет акций свыше блокирующего или свыше контрольного соответственно.

РАВИ делает очередной шаг на пути преобразования из клуба энтузиастов-единомышленников в представительный орган профессионалов сферы прямых инвестиций. Появление данного обзора завершает затянувшийся период информационного «вакуума», о котором достаточно много говорилось в самых разных кругах и на самых различных уровнях. Несомненно, что предоставление общественности полной и своевременной информации о деятельности венчурных фондов станет дополнительным стимулом в развитии индустрии прямых и венчурных инвестиций в России.

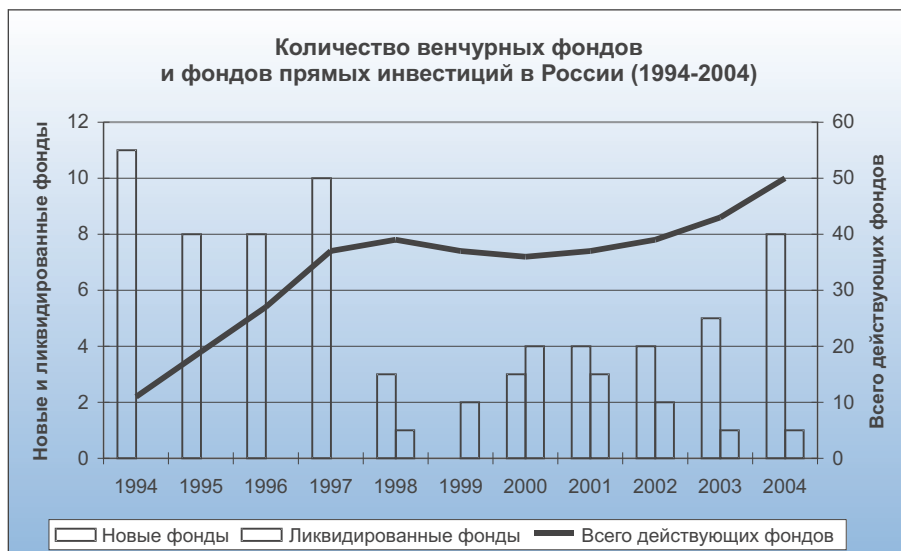
*Евгений Евдокимов
Финансовый эксперт РАВИ
Руководитель проекта*

Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России 1994–2004

Количество фондов и их капитализация

Фундаментальные изменения начала 90-х, связанные с приватизационными процессами в России, а также решения правительств стран "Большой семёрки" и нескольких международных финансовых организаций о выделении свыше 700 млн долларов для поддержки развития малых и средних вновь созданных или приватизированных предприятий вызвали резкий рост интереса к рынку прямых инвестиций в России со стороны различных (в основном иностранных институциональных) инвесторов и, как следствие, отразились на более чем динамичном старте – 37 фондов с капитализацией 2,6 млрд долларов было создано за первые 4 года исследуемого периода.

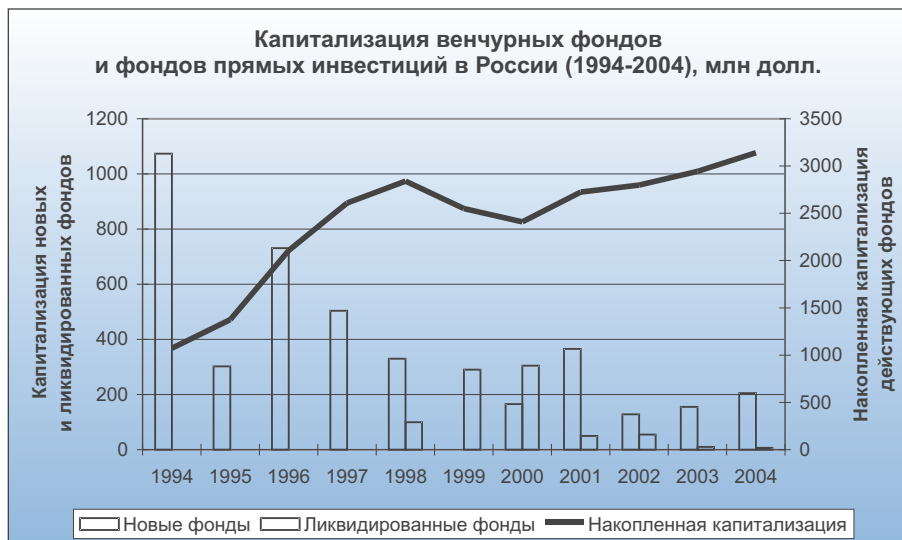
Дефолт августа 1998 года, девальвация рубля и, как следствие, кризис ликвидности финансового рынка сказались и на инвестиционных планах большинства управляющих венчурных фондов. За три года (с 1998 по 2000) десять фондов свернули свою деятельность в России,



(За 2004 г. данные представлены за первые 6 мес.)

"забрав" с собой порядка 817 млн долларов (по сумме начальной капитализации). Инвестиции по новым проектам были приостановлены, осуществлённые - списаны или проданы с убытком. Однако далеко не все инвесторы лишились энтузиазма, и после года ожидания активность по созданию новых фондов возобновилась: 7 фондов на сумму свыше 530 млн долларов были «закрыты»* в 2000–2001 г.

Необходимо отметить, что за последние три года, несмотря на ежегодно увеличивающееся количество новых фондов, их суммарные капитализации остаются на уровне 180 млн долларов в год, что говорит об уменьшении средних размеров новых фондов. Можно рассматривать этот факт как положительный, так как меньший размер фонда предполагает меньшие суммы отдельных инвестиций, снижение накладных расходов (инвестиции осуществляются "через дорогу"), что, в свою очередь, означает смещение интересов инвесторов в сторону начинающих компаний на локальных рынках. Венчурная индустрия в России всё больше выполняет одно из своих важнейших предназначений – способствовать развитию компаний малого и среднего бизнеса, начиная с самых ранних стадий.



(За 2004 г. данные представлены за первые 6 мес)

* Имеется в виду закрытие подписки среди партнёров-инвесторов фонда; таким образом, закрытием в процессе организации фонда считается начало его инвестиционного цикла.

На протяжении 2004 года остаётся высокой активность управляющих компаний по созданию новых фондов: суммарная капитализация семи фондов, созданных за первое полугодие, уже превысила капитализацию пяти фондов, собранных в 2003 году, на 50 млн долларов или 32%. РАВИ известны планы относительно закрытия осенью 2004 года двух фондов на предполагаемую сумму 200-250 млн долларов. Представители ещё девяти управляющих компаний высказались в своих анкетах о планах по созданию новых фондов в 2005 году на сумму свыше 1,1 млрд долларов.

Классификация управляющих компаний

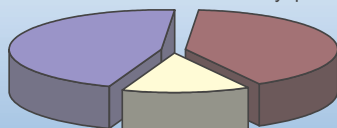
В целом к июлю 2004 года распределением средств всех фондов, продолжающих действовать на территории России и представленных в данном исследовании, занимались 36 управляющих компаний, из них 9 зарегистрированы в России, остальные – за границей. Среди иностранных управляющих компаний только одна не имеет представительского офиса в России. По объемам средств, находящихся под управлением каждой из компаний, их можно условно разделить на три группы.

В первой – наиболее капиталоемкой – группе находятся 5 управляющих компаний, две из которых объединяют 6 фондов (по 3 каждая). Всего в этом секторе находятся 9 фондов размером от 190 до 440 млн долларов с общей капитализацией почти 1,58 млрд долларов. Эти фонды инвестируют в основном в компании на поздних стадиях, декларируя минимальные суммы инвестиций в отдельные проекты от 2,5 млн долларов (хотя у некоторых были отмечены разовые инвестиции в компании на начальных стадиях на суммы до 100 тыс. долларов). Все управляющие компании этой группы пришли на российский рынок до 1998 года. Средства фондов этих компаний на 100% являются зарубежными, из них 12% были привлечены после 1998 года. Свыше 400 млн долларов из этого пула всё ещё свободны для осуществления инвестиций. Среднее количество сотрудников в каждой компании – 32 человека.

Сегментирование управляющих компаний по отдельным капитализациям фондов*

от 5 до 30 млн долл. под управлением
16 управляющих компаний – 45%

от 50 до 150 млн долл. под управлением
15 управляющих компаний – 41%



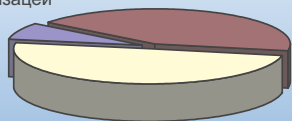
от 190 до 440 млн долл. под управлением
5 управляющих компаний – 14%

* Данные на июль 2004 года

Распределение средств управляющих компаний по общей капитализации управляемых фондов*

Наименее капиталоемкий сектор
16 компаний с общей капитализацией сектора – 282 млн долл.– 7%

15 компаний с фондами от 50 до 160 млн долл.
Суммарный объем – 1 286 млн долл. или – 41%



5 крупнейших компаний
1 588 млн долл. под управлением – 50%

* Данные на июль 2004 года

Из второй группы только 4 управляющих компании держат больше одного фонда под управлением (в одном случае – два, в остальных – по три; все пришли на рынок до 1998 года), у каждой из которых в среднем по 90–100 млн долларов. У остальных компаний – по одному фонду размером от 50 до 160 млн долларов. Общая капитализация 15 фондов этого сектора равна 1,28 млрд долларов. Отличительной особенностью этих фондов является то, что они инвестируют в компании на всех стадиях развития. Девять управляющих компаний этой группы пришли на рынок после 1998 года, "приведя" с собой 750 млн долларов, 40% которых – российского происхождения. У фондов этой группы около 250 млн долларов ещё не распределены. Среднее количество сотрудников в каждой компании – 14 человек.

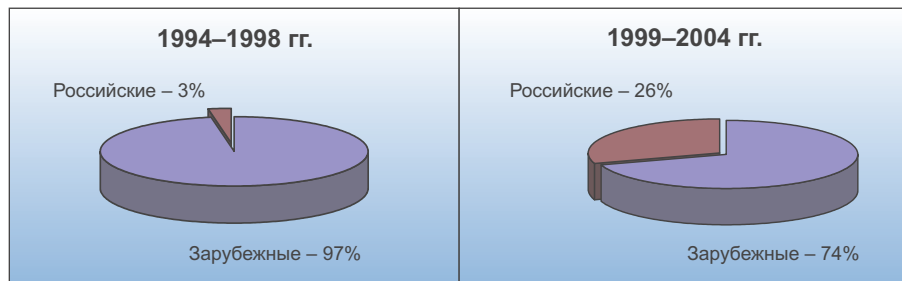
Третья – наименее капиталоемкая – группа (282 млн долларов под управлением) состоит из 16 управляющих компаний, у каждой из которых по одному фонду с капитализацией от 5 до 30 млн долларов. Семь из них пришли на рынок до кризиса (30 млн долларов – российских, 74 млн долларов – зарубежных), 9 – после (по 50% средств привлечены из России и из-за рубежа). Фонды именно этой группы больше всего внимания уделяют компаниям на самых ранних стадиях развития. Около 40 млн долларов из фондов этой группы на момент составления обзора были не инвестированы. Среднее количество сотрудников – 8 человек.

Источники капитала фондов

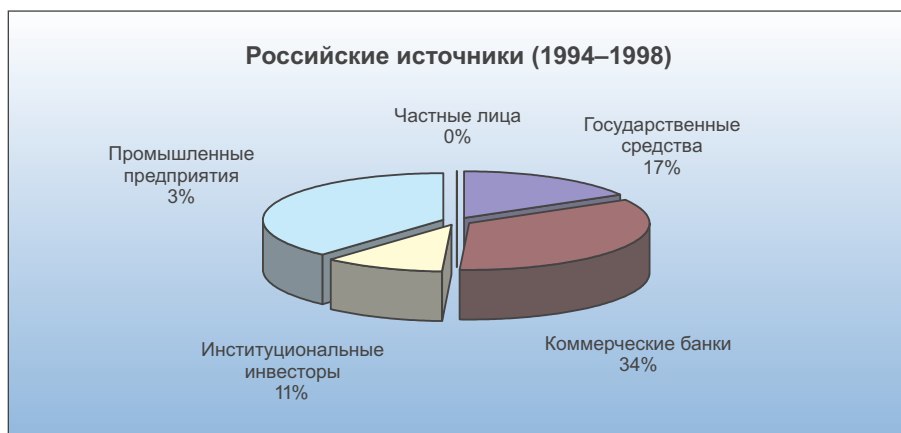
За весь исследуемый период под венчурные инвестиции в России было привлечено 3,96 млрд долларов. Превалирующая часть средств исследованных фондов поступила в 1994–1998 гг. – 2,94 млрд долларов. За последующие пять с половиной лет было "поднято" в три раза меньше – 1,02 млрд долларов. Покинуло российский рынок в общей сложности 817 млн долларов (по первоначальным суммам заявленных капитализаций новых фондов). За первый период превалирующая часть средств поступила из зарубежных источников – 97%, и только 3% – из российских. Происходило это в основном по следующим причинам:

- отсутствие в российском обществе культуры прямого и венчурного инвестирования с использованием соответствующих финансовых механизмов;
- высокая степень недоверия российских инвесторов к различного рода финансовым посредникам и управляющим компаниям;
- отсутствие системы национальных финансовых институтов, осуществляющих долгосрочные диверсифицированные инвестиции (в основном пенсионных фондов и фондов страховых компаний – крупнейших инвесторов венчурных фондов в странах с развитой системой венчурного инвестирования);
- общая экономическая ситуация в стране, предлагающая широкие возможности для осуществления краткосрочных спекулятивных и прочих коммерческих операций, делающих долгосрочные инвестиции посредством венчурных фондов непривлекательными;
- неразвитость инфраструктуры венчурного финансирования.

Источники капитала



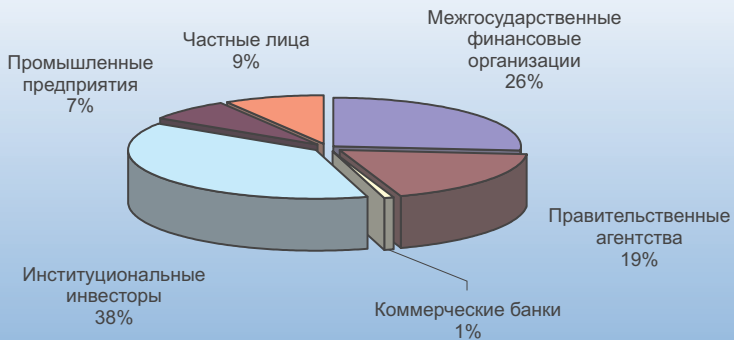
Кризис 1998 года нарушил планы и охладил пыл многих иностранных инвесторов. Однако, появление после кризиса большого количества явно недооцененных компаний привлекло на рынок прямых инвестиций целый ряд российских инвесторов, готовых иметь дело с особенностями национального бизнеса – после 1998 года они инвестировали в новые фонды 26% всех средств или 265 млн долларов, что почти в три раза больше в денежном выражении по сравнению с предыдущим периодом.



Из российских инвесторов традиционно активными как до, так и после кризиса остаются коммерческие банки и промышленные предприятия. Необычно "высокая" активность государства на уровне 17% выражалась инициативами отдельных администраций в регионах. После кризиса государственное участие в создании новых фондов реализовалось в основном посредством первого государственного фонда фондов – Венчурного Инновационного Фонда (ВИФ), предоставившего пока только 1% от всех российских средств, привлечённых в индустрию после 1998 года. Несмотря на всё ещё незначительную роль ВИФа в развитии системы венчурного инвестирования в России, ему удалось привлечь значительные средства из внебюджетных источников в эту сферу: на каждый доллар ВИФа было привлечено девять долларов частных и корпоративных инвесторов.

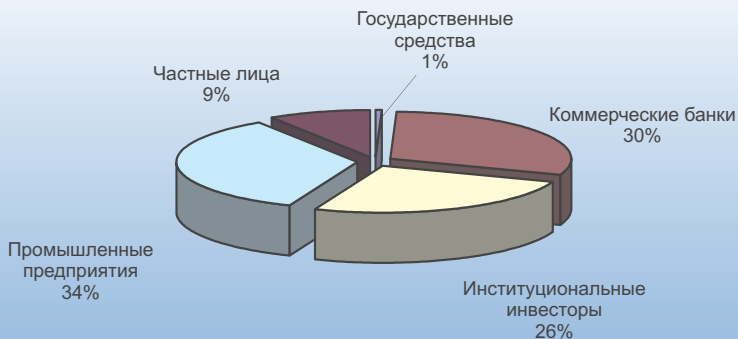
Полное отсутствие сведений об участии российских физических лиц в капиталах фондов до 1998 года связано, скорее, с обстановкой общей "секретности" и нежеланием открыто позиционироваться, нежели с отсутствием желания и возможностей российских частных инвесторов вкладывать средства на венчурном рынке.

Зарубежные источники (1994–1998)

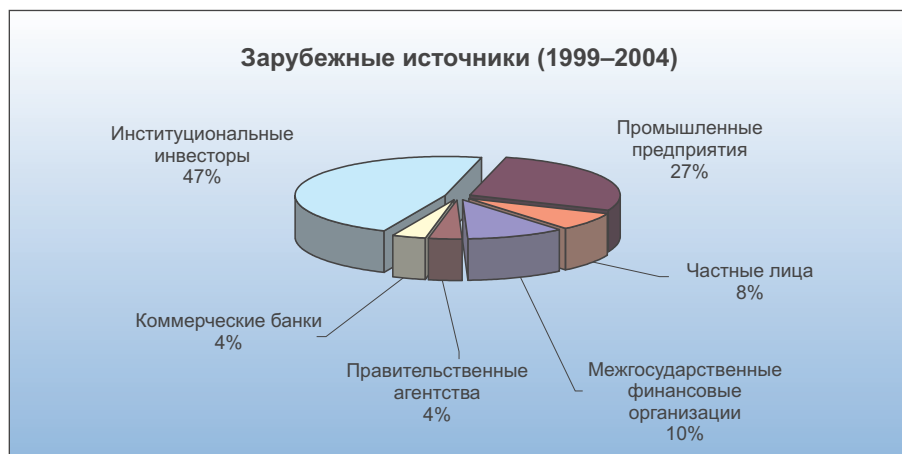


Среди зарубежных партнёров российских фондов особенно выделяются профессиональные инвесторы – международные многопрофильные инвестиционные компании, традиционно активно работающие на развивающихся рынках. Благодаря их вкладу, а также средствам межправительственных финансово-кредитных организаций и финансовому участию стран "Большой семёрки", венчурная индустрия в России динамично развивалась в середине–конце 90-х годов.

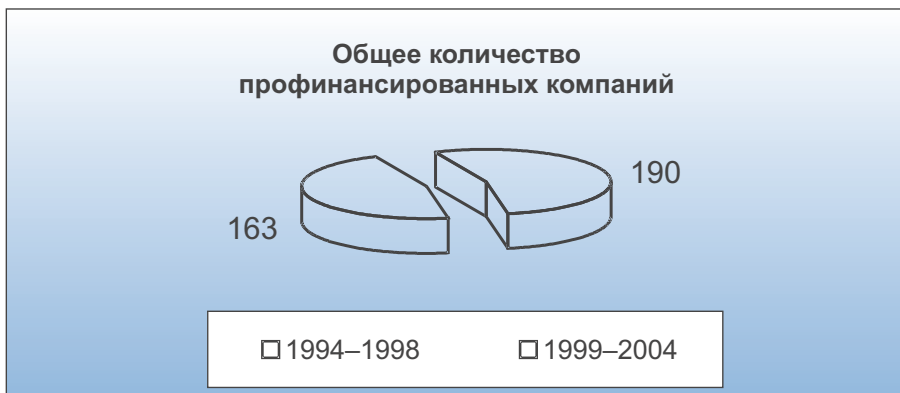
Российские источники (1999–2004)



Одним из важнейших обстоятельств, сдерживающих активное развитие венчурной индустрии в России, является полное отсутствие на этом рынке средств российских пенсионных фондов и страховых компаний. До сих пор в России не действует ни одного фонда, в капитале которого были бы задействованы средства данных стратегических инвесторов. Как известно, подобные финансовые институты являются крупнейшими партнёрами венчурных фондов в странах с развитой системой венчурного инвестирования. В России процесс взаимовыгодного сотрудничества пенсионных фондов и страховых компаний с фондами прямых инвестиций ещё не начался.

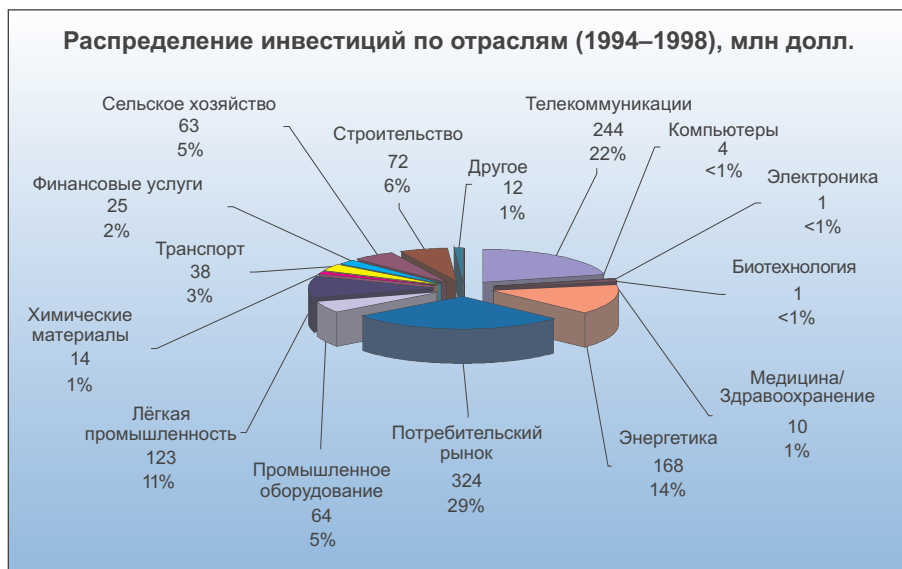


Распределение осуществлённых инвестиций

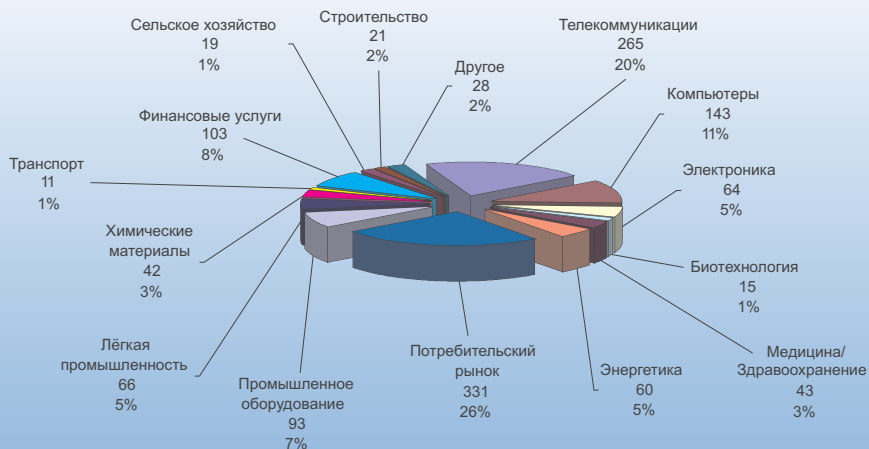


Инвестиции по отраслям

Общая сумма осуществлённых инвестиций в российские компании за первые пять лет составила 1162 млн долларов. Крупнейшими получателями этих инвестиций стали компании потребительского рынка – 324 млн долларов (29%), и телекоммуникаций – 244 млн долларов (22%). Следующими по популярности были сферы энергетики – 168 млн долларов (14%), и лёгкой промышленности – 123 млн долларов (11%). В энергетическом секторе большинство сделок – инвестиции в компании нефтегазового сектора. Из лидирующих подсекторов других отраслей можно отметить услуги по предоставлению телефонной связи, изготовление тары и упаковки, пивоварение и производство продуктов питания. Общее количество профинансированных компаний за этот период – 163. Средний размер сделки – 7,1 млн долларов.



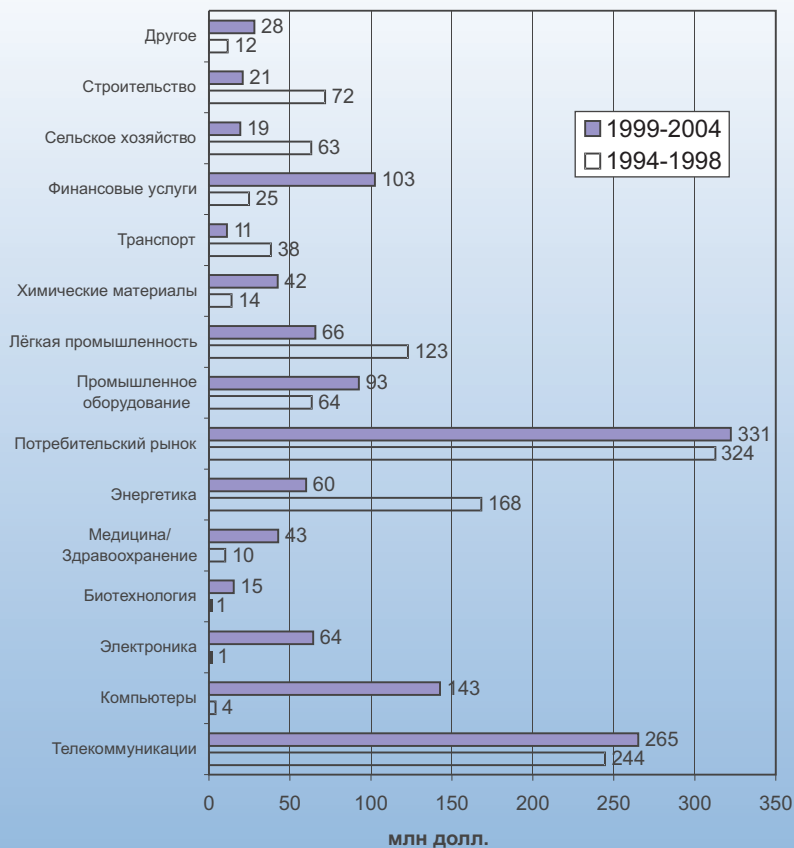
Распределение инвестиций по отраслям (1999–2004), млн долл.



После августовского кризиса остались привлекательными для инвесторов секторы потребительского рынка и телекоммуникаций. Снизилась за этот же период инвестиции в транспорт и энергетику, производство строительных материалов и лёгкую промышленность.

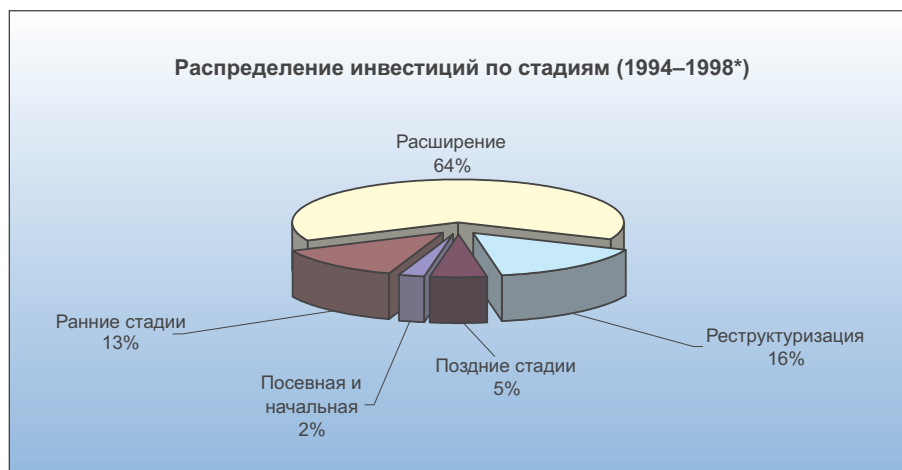
Практически не интересовали инвесторов в 1994–1998 гг. компании из сфер программно-аппаратного обеспечения, электроники, биотехнологий и медицины. Рост инвестиций в эти наиболее технологически ёмкие отрасли после 1998 года обозначает смещение интереса инвесторов в сторону высокотехнологичных отраслей. Если добавить к этому списку сектор химических материалов, то уровень инвестиций в сферу высоких технологий после 1998 года составит 23% об общего объёма или 307 млн долларов – более чем десятикратное увеличение по сравнению с предыдущим периодом. Это происходит на фоне общего роста активности на рынке: после 1998 года 1304 млн долларов было проинвестировано в 190 компаний – на 12% больше по сумме и на 16% больше по количеству. Средний размер инвестиции после 1998 года составил 6,8 млн долларов.

Распределение инвестиций по отраслям (1994–2004)

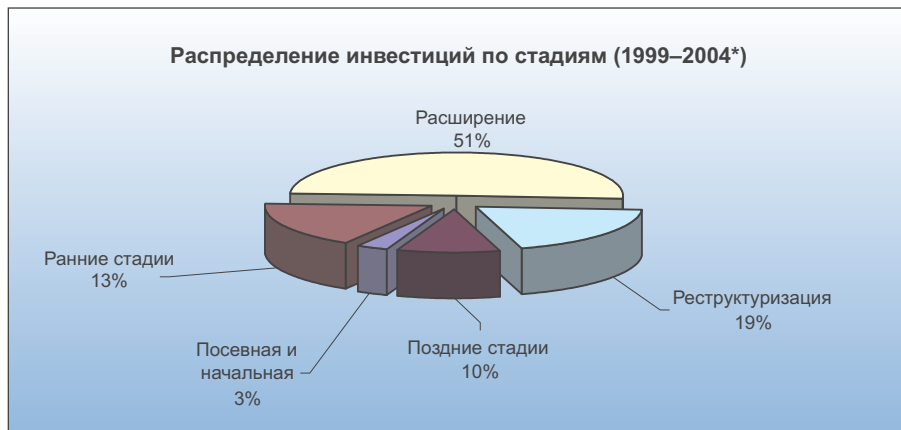


Распределение инвестиций по стадиям

Наилучшее сочетание "цены и качества" – уровня доходности и риска – на протяжении последнего десятилетия могли предложить компании, находящиеся на стадии расширения, что и подтвердилось максимальным объемом полученных инвестиций. Средний размер сделки, соответствующей этой стадии, был на уровне 6-8 млн долларов. Рост интереса инвесторов к ранним стадиям после 1998 года сигнализирует об активизации роли фондов прямых инвестиций в поддержке малого и среднего предпринимательства и о "венчуризации" отрасли в целом – у инвесторов заканчиваются возможности высокодоходного инвестирования в уже работающие компании, и они готовы брать на себя дополнительные риски, связанные с проектами ранних стадий и инкубированием начинающих компаний.



* Распределение по суммам

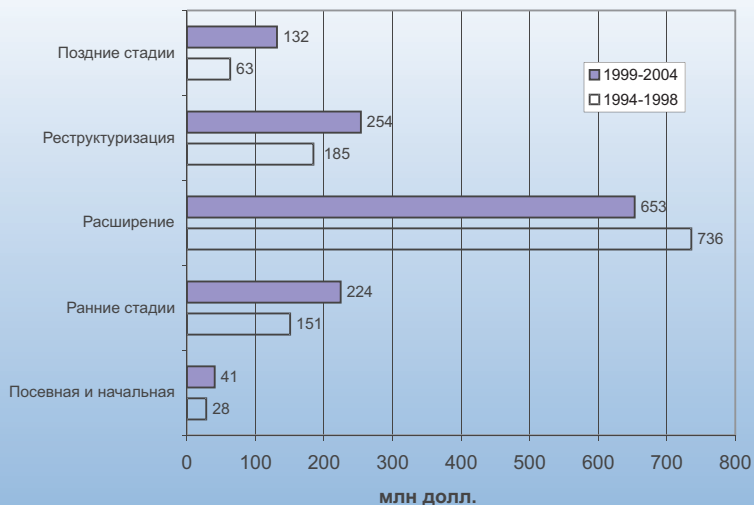


* Распределение по суммам

Однако до сих пор ниша раннего и посевного финансирования в диапазоне от 100 тыс. до 1 млн долларов остаётся практически не занятой, и очень многие проекты не получают развития именно ввиду отсутствия венчурных инвесторов, специализирующихся на финансировании самых ранних стадий.

Увеличение объёмов инвестиций в поздние стадии и сделки по реструктуризации в 1999–2004 гг. (в процентном и в абсолютном исчислении) может быть объяснено тенденциями, связанными с процессами консолидации в промышленности – логичным этапом развития российской экономики. На данном этапе дополнительное конкурентное преимущество и соответственно стоимость компании повышаются в основном за счёт укрупнения посредством слияний и поглощений, оптимизации корпоративного управления, продажи непрофильных активов и реорганизации каналов сбыта.

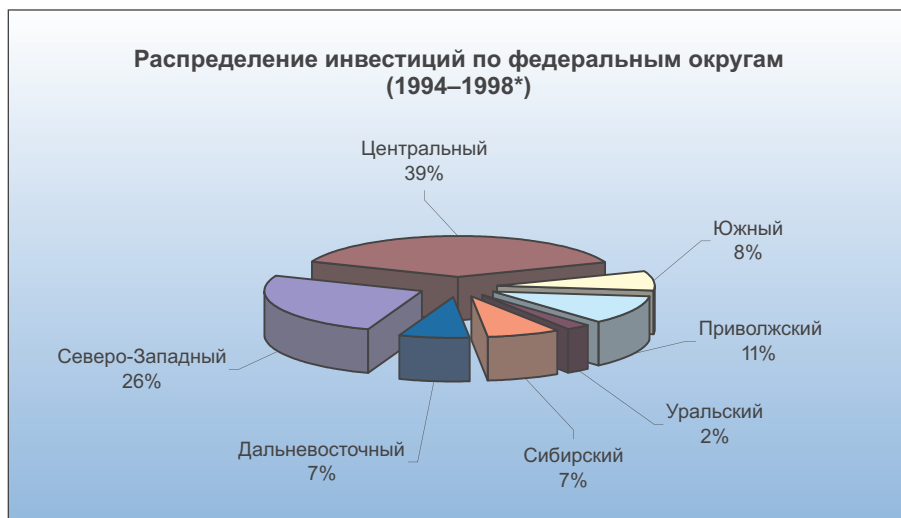
Распределение инвестиций по стадиям (1994–2004)



Распределение инвестиций по федеральным округам

Наибольшая активность инвесторов как до, так и после кризиса наблюдается в Центральном и Северо-Западном регионах, что объясняется исторически сложившейся наибольшей концентрацией в этих регионах частного капитала и высоким уровнем экономической активности, обусловленными в том числе и близостью этих регионов к странам с развитой экономикой.

Инвестиции в другие регионы осуществлялись в основном из фондов, созданных на средства международных финансовых институтов и правительственных агентств иностранных государств. Снижение активности таких фондов после кризиса привело к падению уровня инвестиций в процентном и денежном выражении в Дальневосточном и Сибирском регионах.

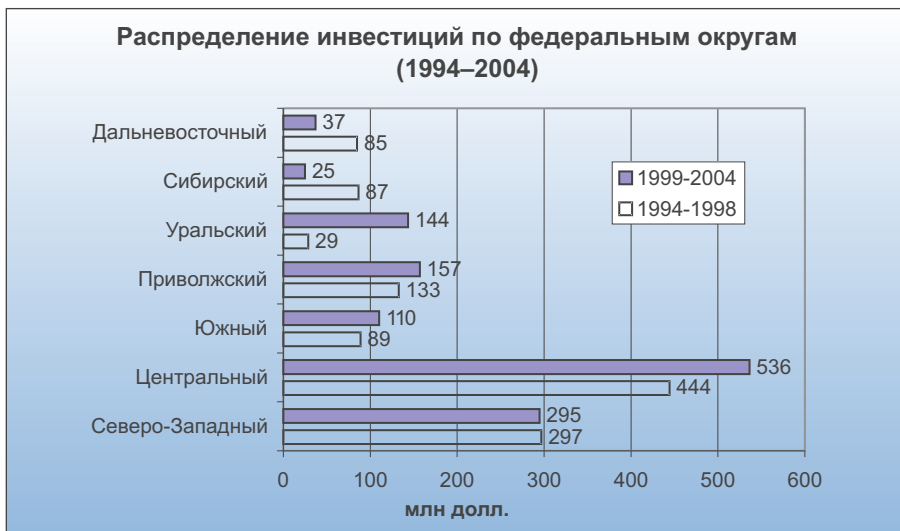


* Распределение по суммам



* Распределение по суммам

Неизменными в процентном отношении остались (а в денежном выражении выросли) позиции Южного и Приволжского федеральных округов – регионов, стабильно привлекательных для инвесторов, благодаря постоянному наличию интересных проектов в отраслях лёгкой промышленности и нефтехимии, а также целенаправленной стратегической политики местных администраций по привлечению в регион прямых инвестиций.



Выходы

Единственным разделом данного исследования, для детальной систематизации которого не достаточно данных, является раздел, посвящённый выходам. Большинство управляющих предпочитают не распространять какую-либо информацию о результативности своих действий. В ходе проведения исследования удалось идентифицировать и классифицировать по типам только 66 случая выходов. Информация по объёмам сделок не подтверждена заполненными анкетами. По результатам неофициальных бесед с представителями венчурных фондов и портфельных компаний, а также с различными экспертами и консультантами венчурного рынка можно предположить, что общий объём реализованных выходов достиг уровня 790 млн долларов или, в среднем, почти 12 млн долларов за сделку. Сравнивая этот показатель со средним размером начальной инвестиции в 7 млн долларов и средним сроком владения портфельной компанией в 5 лет, получим, что усреднённая доходность по всему венчурному российскому рынку на данный момент едва дотягивает до 11% годовых.



Доходность в 11% годовых – это очень умеренный результат даже по меркам стран с развитым рынком прямых инвестиций. Однако эта цифра отражает усреднение по всему рынку, включая результаты и не очень успешных управляющих, потерявших на кризисе 1998 года.

Известны отдельные, но не единичные случаи, когда реализовывались сделки на уровне 50% и даже 70% годовых. Примечательно то, что наиболее доходными оказались инвестиции, сделанные как раз в течение первых двух лет после кризиса. Многие менеджеры, пришедшие на российский рынок до августа 1998 года, отмечают тот факт, что продолжение работы, несмотря на негативные последствия кризиса, позволило "вытянуть" среднюю доходность по портфелю на уровень, достойный представления партнёрам фондов.

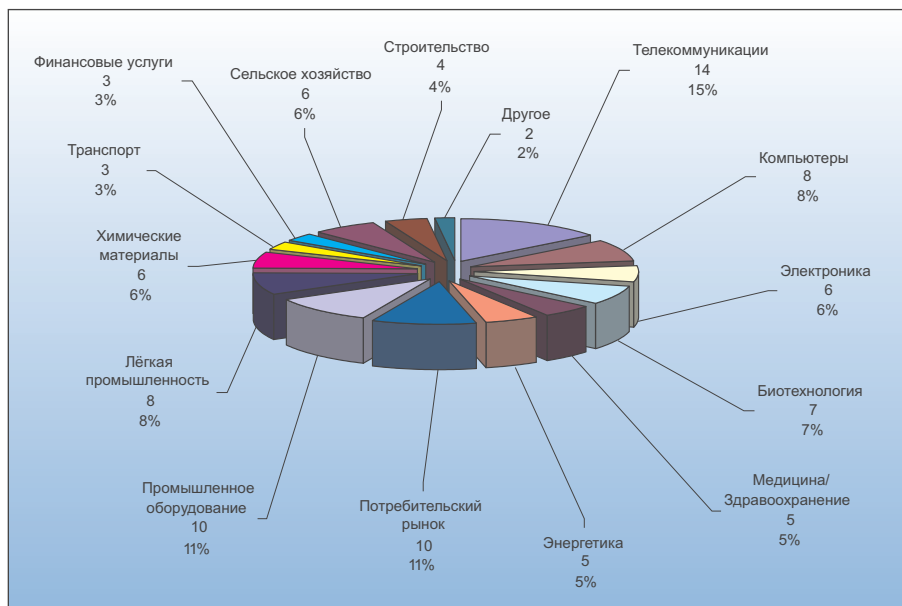
Предположение о том, что у настоящих профессионалов венчурных инвестиций средние доходности по портфелю находятся гораздо выше 11%-ной планки, подтверждается планами некоторых управляющих по сбору новых фондов: по результатам анкетирования, 9 управляющих компаний объявили о своих планах о "фандрэйзинге" на 2004–2005 гг. на общую целевую сумму 1120 млн долларов. Один из фондов на сумму около 200 млн долларов должен "закрыться" уже в октябре 2004 года.

Результаты опроса управляющих венчурных фондов

Представителям 17 управляющих компаний посредством анкетирования был задан ряд вопросов по наиболее актуальным аспектам подготовки инвестиций, управления портфельными компаниями и планирования выходов. По некоторым вопросам можно было давать больше одного ответа. Процентные диаграммы отражают суммарные рейтинги.

Вопрос 1

Каковы наиболее предпочтительные для Вашего фонда направления для дальнейших инвестиций? (Предлагалось назвать до шести вариантов)



Всего дано ответов – 97. Под вариантом ответа дана цифра количества упоминаний.

Вопрос 2

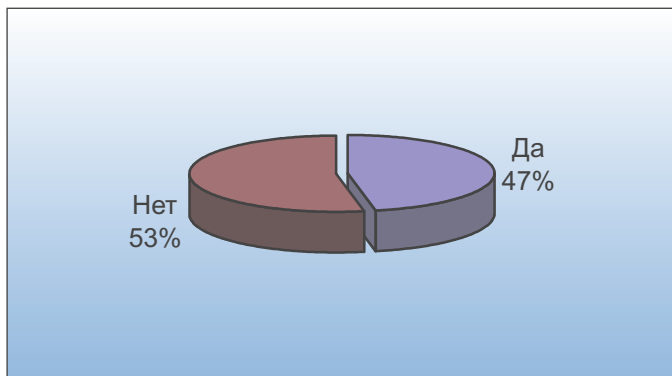
Каков требуемый Вами минимальный процент акционерного капитала инвестируемой компании при осуществлении инвестиции?



Подавляющее большинство венчурных инвесторов – 13 из 17 опрошенных – не желают инвестировать на условиях получения миноритарного пакета акций. С одной стороны, это связано с несовершенством российского законодательства по вопросам защиты прав миноритарных акционеров, с другой – с общим уровнем риска, ассоциированным с инвестициями в российские компании на ранних стадиях (включая стадии расширения и развития). Чем выше уровень рисков, тем больший процент в инвестируемой компании желает получить венчурный инвестор, максимизируя таким образом потенциальную прибыль и увеличивая степень своего участия в управлении компанией.

Вопрос 3

Является ли для принятия положительного решения об инвестировании обязательным условием наличия сформированной команды менеджеров?



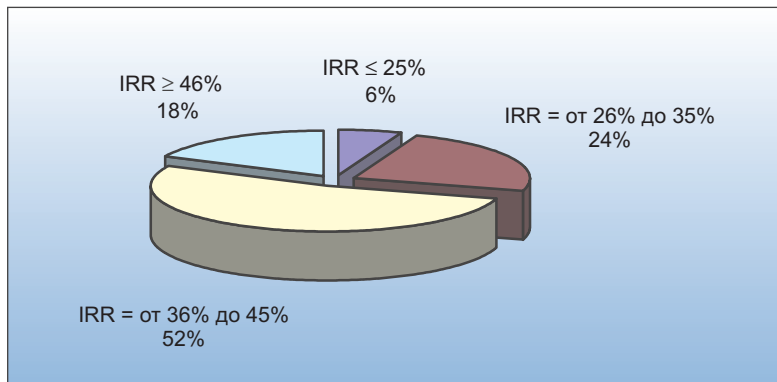
Полные варианты ответов:

- Да, команда инвестируемой компании уже должна быть сформирована
- Нет, не обязательно; управляющие фонда предполагают своё участие в формировании команды менеджеров портфельных компаний

Из 17 опрошенных 9 инвестиционных менеджеров подтвердили важную роль венчурных финансистов в поддержке малого и среднего предпринимательства, выражающуюся не только в предоставлении финансовых средств, но и в осуществлении организации корпоративного управления, обучения и коучинга (тренинга) предпринимателей важнейшим приёмам, тактикам и стратегиям эффективного, интенсивного и долгосрочного развития своих компаний.

Вопрос 4

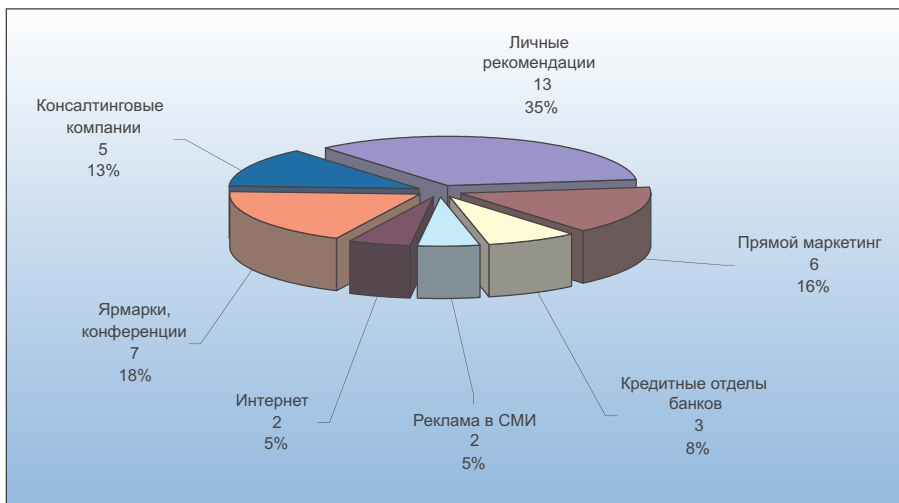
Какова минимальная расчётная рентабельность по бизнес-плану среди всех профинансированных Вашим фондом компаний?



Ответ на данный вопрос – чёткий и ясный сигнал предпринимателям: для того чтобы привлечь венчурные инвестиции (помимо прочих обязательных условий), доходность представляемого бизнеса должна быть на уровне 40-50% годовых.

Вопрос 5

Каковы наиболее действенные каналы получения заявок-проектов?
(Можно было дать до трёх ответов)

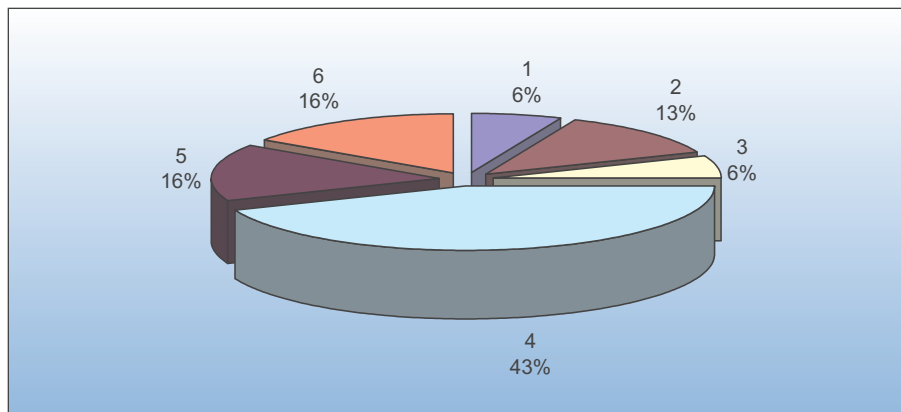


Всего дано ответов - 38. Под вариантом ответа дана цифра количества упоминаний.

Очевидно, некоторые управляющие компании более активны в процессе привлечения потенциальных «клиентов» и распространении информации о своей деятельности. Про-активная позиция – ключевой фактор, выделяющий из общей массы фонды, способные первыми выявить и инвестировать в наиболее перспективные проекты, заплатив наименьшую цену за «входной билет». Большинство указанных каналов получения проектов, к сожалению, можно отнести к пассивным формам маркетинга. Активные методы продвижения, участие в ярмарках и конференциях, а также прямой выход на компании упомянуты только в третьей части ответов (34%). Хотя в абсолютном зачёте данные методы – занимают второе и третье места по популярности, уступая лишь традиционно важному для всех источнику информации – личным рекомендациям.

Вопрос 6

Каковы основные причины, осложняющие процесс принятия решения об инвестировании? (Можно было дать два ответа)



Всего дано ответов – 32.

Варианты ответов:

1. *Отсутствие методологии по оценке рисков, связанных с осуществлением прямых инвестиций.*

2. *Принципиальное несогласие предпринимателей отдавать контрольный пакет акций в ситуациях, когда сравнение суммы запрашиваемых инвестиций и оценки стоимости компании приводит к передаче инвестору более 51% акций компании.*

3. *Несовершенство законов для защиты интеллектуальной собственности.*

4. *Разногласия инвесторов и предпринимателей по оценке стоимости инвестируемых компаний.*

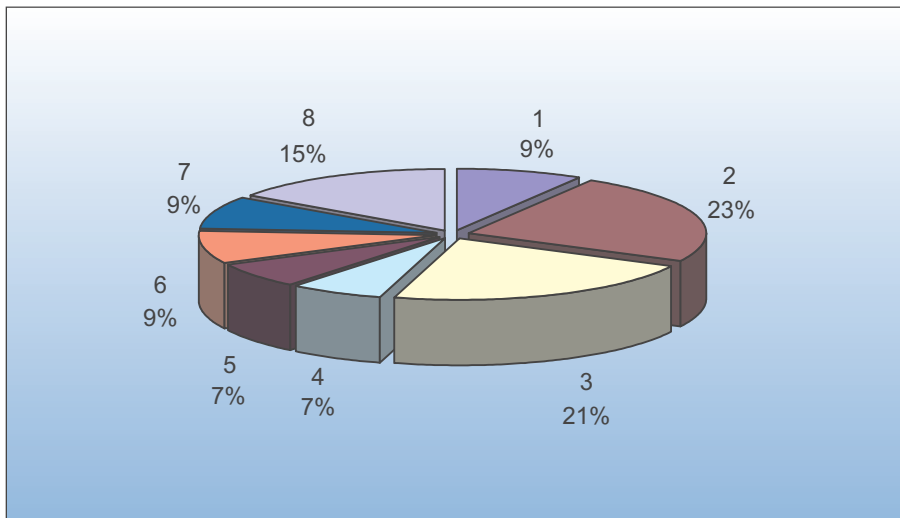
5. *Низкий профессионализм менеджмента, включая низкое качество представляемых бизнес-планов, нереалистичность бизнес-моделей, отсутствие навыков ведения переговоров, проведения презентаций и сбора рыночной информации.*

6. *Неопределённость с наиболее вероятным вариантом выхода фонда из компании.*

Преобладающей трудностью является разногласие по методам оценки стоимости инвестируемых компаний – 43 % всех ответов.

Вопрос 7

Какова природа наибольших трудностей, препятствующих предполагаемому росту портфельных компаний после получения инвестиций? (Можно было дать до трех ответов)



Всего дано ответов – 46.

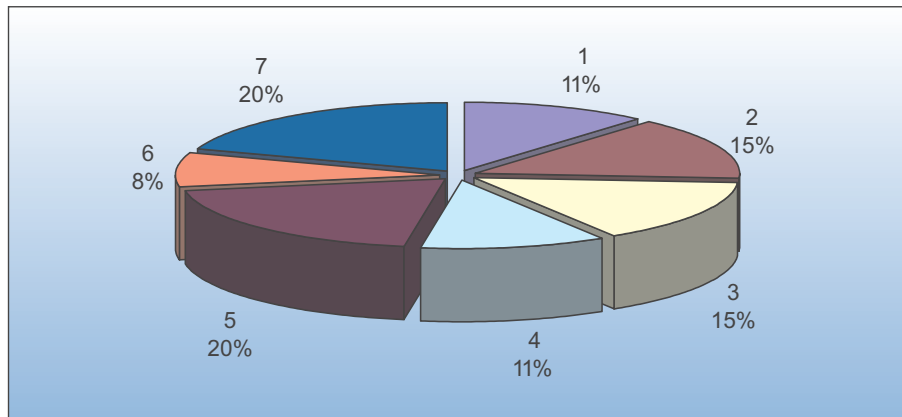
Возможные варианты ответов:

1. Ошибки и неточности НИОКР.
2. Незнание рынка менеджерами компании.
3. Отсутствие навыков промышленного маркетинга и продаж.
4. Коммуникативные проблемы.
5. Низкая трудовая дисциплина.
6. Конфликты личных интересов менеджеров и целей самих портфельных компаний.
7. Отсутствие у менеджеров портфельных компаний опыта работы в условиях быстрого роста.
8. Дефицит кадров.

Незнание менеджерами портфельных компаний в должной степени целевого рынка, а также отсутствие практических навыков проведения кампании промышленного маркетинга и продаж – вот две основные причины несоответствия (в худшую сторону) реальных темпов развития портфельных компаний и предполагаемых темпов роста.

Вопрос 8

Какие изменения законодательной базы приведут к повышению эффективности деятельности венчурных фондов и дальнейшему росту рынка венчурных инвестиций в России? (Можно было назвать до четырёх вариантов)



Всего дано ответов – 61.

Возможные варианты ответов:

1. Предоставление налоговых льгот и/или освобождений для юридических и физических лиц при инвестировании в венчурные фонды.
2. Создание адекватной организационно-правовой формы для организации венчурного фонда.
3. Либерализация контроля над распределением инвестиций пенсионных и страховых фондов с разрешением им участвовать в долгосрочных высокорисковых проектах (создании венчурных фондов) до уровня 5-10% от собственного инвестиционного капитала.
4. Безвозмездная передача разработчикам прав на интеллектуальную собственность, созданную за государственный счёт.
5. Предоставление временных льгот по налогу на прибыль и единый социальный налог для малых инновационных предприятий.
6. Освобождение от уплаты НДС с вознаграждения управляющих компаний.
7. Льгота по налогу на доход с капитала.

Все перечисленные меры действуют и являются реальным инструментом стимулирования инвестиционной активности в странах с развитой системой венчурного инвестирования. Инвесторы-партнёры венчурных фондов в таких странах полностью или частично освобождаются от уплаты налогов с суммы вклада, при условии долгосрочного владения паями фондов (3-5 лет). Никаких подобных льгот в России на сегодняшний день не предусмотрено. Также как и не создано оптимальной формы юридического лица, предусматривающей наиболее удобные условия взаимодействия инвесторов-партнёров фонда, управляющих компаний фонда и портфельных компаний, а также отсутствия двойного налогообложения. Ни одна из используемых сегодня юридических форм в России – простое товарищество, закрытое акционерное общество или паевой инвестиционный фонд – не удобна для максимально эффективной деятельности венчурных инвесторов, создающих фонды в российской юрисдикции.

Ключевыми нормативами, влияющими на уровень дохода управляющих компаний, являются:

- Освобождение от уплаты НДС с отчислений, получаемых менеджерами за управление средствами фондов.
- Льгота или освобождение от налога на доход с капитала, полученный от продажи акций или долей портфельных компаний, при условии владения этими компаниями больше трёх лет (в России уже отменяется подобная льгота на сделки с долями ООО и планируется отмена льготы по сделкам с акциями ЗАО – это очень негативно скажется на работе венчурных инвесторов в России).

Как уже упоминалось выше, на момент проведения исследования в России не создано ни одного венчурного фонда, в капитале которого были бы задействованы средства пенсионных или страховых фондов. По статистике, доля этих финансовых институтов в странах Северной Америки и Европы доходит до 50% от общего объёма средств, привлекаемых в венчурные фонды. Необходимость предоставления временных льгот по единому социальному налогу связано с тем, что у инновационных компаний на фонд заработной платы приходится до 3/4 всех расходов. Облегчение подобного бремени позволило бы малым компаниям быстрее становиться прибыльными. Единственный аспект, по которому в России намечаются положительные изменения, – это безвозмездная передача разработчикам прав на интеллектуальную собственность, созданную за государственный счёт.

Результаты опроса представителей малых инновационных компаний

В июле 2004 года по инициативе РАВИ был проведён телефонный опрос с целью изучения рынка малых инновационных компаний на предмет готовности исследователей и разработчиков сотрудничать с венчурными фондами. Опрос проводился по базе данных Центров научно-технической информации "Научно-технические разработки России". Перед проведением опроса база данных была предварительно обработана: 19000 исходных записей (учётная единица – научно-техническая разработка) были преобразованы в 3345 новых записей (учётная единица – автор-разработчик новации).

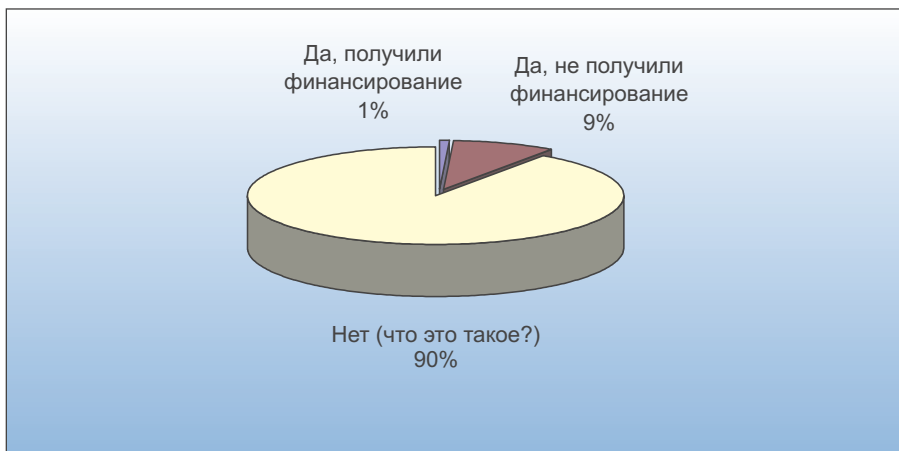
Для повышения вероятности проведения конструктивного диалога осуществлялась проверка готовности респондентов обсуждать вопросы венчурной инновационной тематики. Операторы задавали два квалификационных вопроса:

- Занимается ли коллектив Вашей организации научно-техническими разработками или внедрением инноваций в промышленности?
- Собираетесь ли Вы привлекать инвестиции для ускоренного роста?

Положительно на первый вопрос ответили 464 респондента или 14% опрошенных, из которых в инвестициях заинтересованы представители 264 компаний или 8% от общего количества разработчиков, которые и приняли участие в дальнейшем опросе.

Вопрос 1

Обращались ли Вы в венчурные фонды?

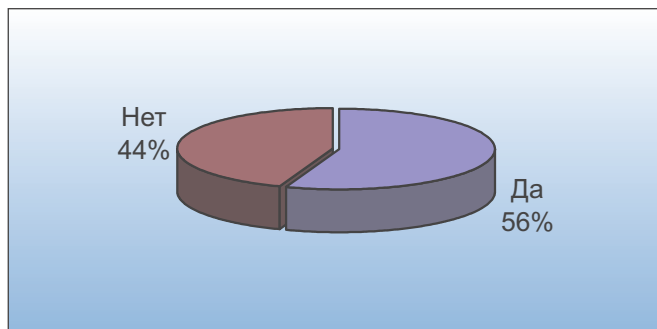


Большинство российских предпринимателей и разработчиков до сих пор не представляют о существовании такого способа финансирования, как венчурные инвестиции.

В то же время, распределение ответов на этот вопрос – хорошая новость для венчурных фондов. Продолжение интенсивной информационной и PR кампаний может привести к увеличению количества присылаемых бизнес-планов в разы.

Вопрос 2

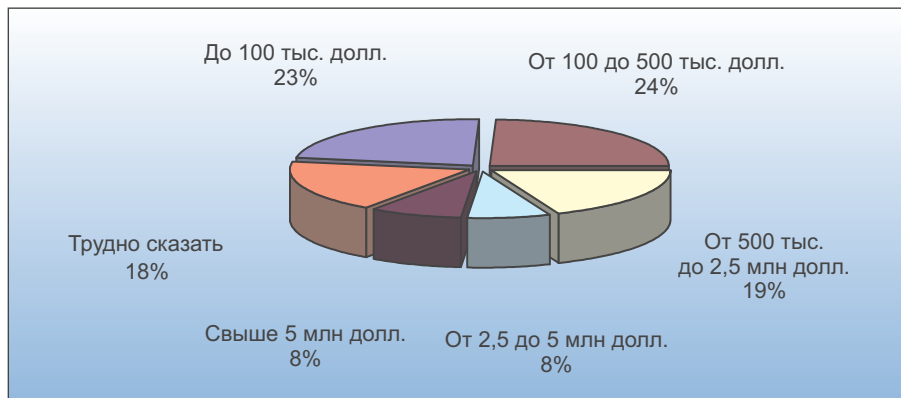
Существует ли готовый к предоставлению бизнес план?



Бизнес-планы отсутствуют не просто у половины "бизнесменов", а именно у тех, кто *активно* заинтересован в привлечении инвестиций. Это всё равно, что хотеть выиграть в лотерею и отказываться купить лотерейный билет.

Вопрос 3

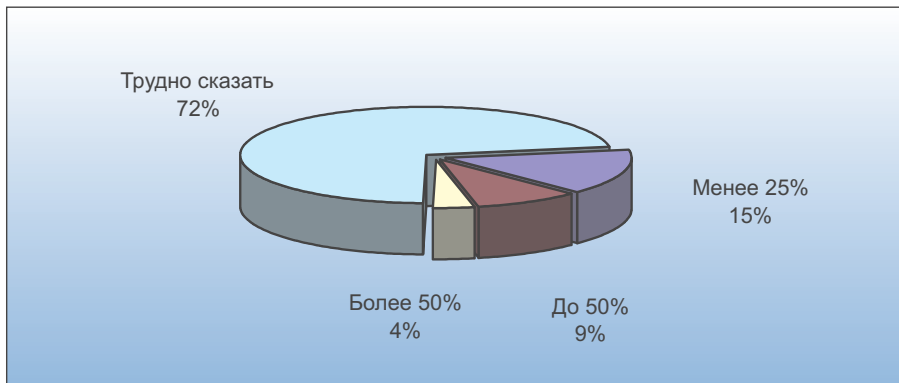
Назовите сумму инвестиций, необходимую для ускоренного развития Вашего проекта.



Распределение ответов на данной диаграмме – очередное подтверждение существования инвестиционного вакуума в лакуне самых ранних стадий: 47% компаний нуждаются в инвестициях до 500 тыс. долларов. Тогда как в 1994–2004 гг. только 20% фондов инвестировали в компании ранних стадий. Из всех 264 опрошенных только 16% привлекают финансирование на сумму от 2,5 млн долларов и поэтому могут быть интересны большинству работающих сегодня на рынке венчурных фондов (допуская также, что инвестиция в 2,5 млн долларов соответствует стадии расширения или более поздней стадии).

Вопрос 4

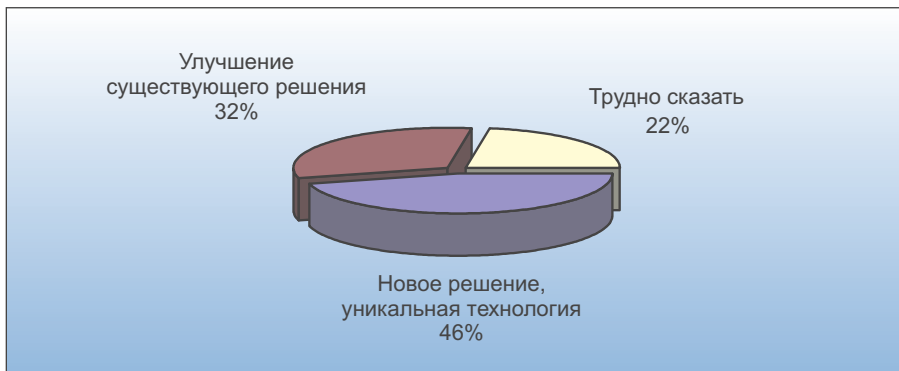
Какой максимальный процент акций Вашей компании Вы готовы отдать венчурному инвестору?



Из тех, кто знает, сколько процентов акций своей компании они готовы отдать в обмен на инвестиции, больше половины, скорее всего, не смогут договориться с венчурным инвестором, так как на пакет менее 25% может согласиться лишь 24% управляющих (см. вопрос 2 предыдущего раздела).

Вопрос 5

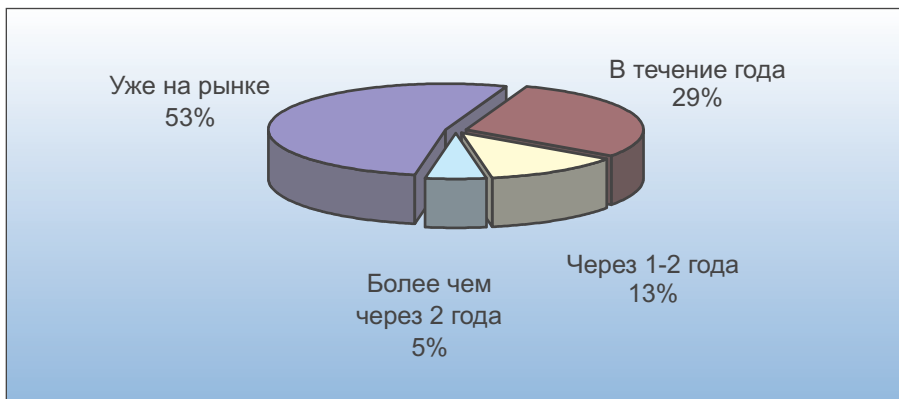
Как Вы оцениваете свою технологию/разработку?



Достаточно высокий процент разработчиков (46%) считает, что их работа приведёт к появлению качественно новых изменений в промышленности и, возможно, к появлению новых видов бизнеса. В долгосрочной перспективе это наиболее привлекательная для венчурных инвесторов категория потенциальных объектов инвестирования.

Вопрос 6

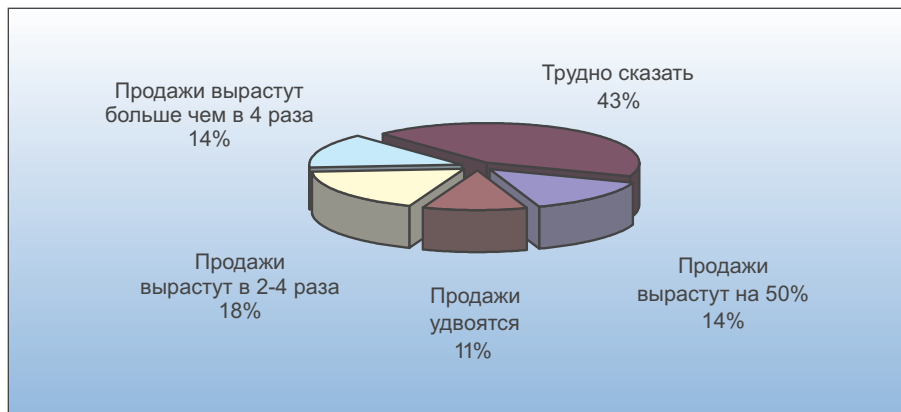
Через какое время планируется выход Вашего продукта на рынок?



Результаты ответов по этому вопросу также вселяют оптимизм: только 18% инновационных компаний не смогут быть сегодня потенциально интересны большинству венчурных инвесторов, так как появление первых продаж более, чем через год – это слишком долгий срок по меркам работающих сегодня на рынке венчурных инвесторов.

Вопрос 7

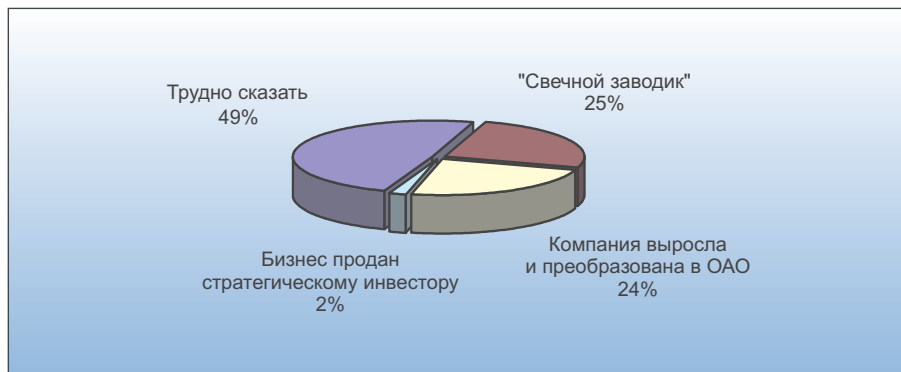
Какова предполагаемая степень увеличения объёма продаж Вашей компании через четыре года в случае получения венчурных инвестиций?



По этому показателю картина прямо противоположна предыдущей: большинство венчурных инвесторов – 70% (см. вопрос 4 предыдущего раздела) – вкладывают средства в компании, расчётная рентабельность от инвестиций в которые находится выше 35% (доходность инвестиций в компанию прямо пропорциональна росту её стоимости, что в свою очередь неразрывно связано с ростом объёма продаж). Рост в 35% примерно соответствует увеличению капитала за четыре года в 3,5 раза. А такой рост – в 3,5 раза и выше – могут показать менее пятой части всех опрошенных компаний.

Вопрос 8

Каким Вы видите ваш бизнес через 5-7 лет?



Отвечая на данный вопрос, 26% респондентов могли бы порадовать венчурных инвесторов – самые интересные для инвесторов с точки зрения доходности варианты "выходов" – это либо продажа компании стратегическому инвестору, либо продажа акций портфельной компании на бирже после первичного размещения или IPO. Планируя рост своей компании до размеров, способных заинтересовать фондовый рынок, предприниматели показывают, что их представления о возможных выходах инвесторов из проектов совпадают с желаниями инвесторов.

Удивительно, что только 2% рассматривают вариант развития своей компании для продажи стратегическому инвестору. Менее всего интересуют инвесторов те, кто собирается остаться на уровне небольшой, но даже стабильно работающей компании – а это четверть всех опрошенных. Такие "свечные заводики" – далеко не самый желанный объект для инвестиций венчурного инвестора. Те, кто ещё не определился, должны сделать свой выбор в пользу интенсивного и динамичного долгосрочного развития.

Методология

В общей сложности, в обзоре рынка прямых и венчурных инвестиций представлены данные по 64 фондам. В процессе подготовки материалов были использованы следующие источники:

- Анкеты, заполненные представителями управляющих компаний (разослано – 37 анкет, заполнено – 20). Информация в заполненных анкетах отражает деятельность 35 фондов с капитализацией на сумму 2,2 млрд долларов, что составляет 55% от суммы всех действовавших за последние 10 лет или 71% от суммы действующих сегодня на территории России фондов.
- Телефонные собеседования с экспертами и профессионалами венчурного инвестирования (было проведено несколько десятков интервью и встреч).
- Публикации в печатных СМИ и Интернет-ресурсы (было изучено более 600 статей и страниц Интернета).
- База данных Исполнительной дирекции РАВИ.

На основе собираемой информации по каждому фонду составлялся детальный портрет по основным параметрам: источник и размер средств, осуществлённые инвестиции по отраслям, стадиям и регионам, реализованные выходы. Предпринимались все попытки собрать информацию либо по каждой портфельной компании, либо в обобщённом виде в процентном соотношении по каждой из категорий по всему портфелю.

Базовая анкета составлялась и готовилась при непосредственном участии специалистов московского офиса PricewaterhouseCoopers. Анкеты рассылались, собирались и обрабатывались сотрудниками Исполнительной дирекции РАВИ. Также из офиса РАВИ проводились телефонные интервью и изучение открытых источников.

В обзор включена информация о всех известных Исполнительной дирекции РАВИ финансовых институтах, действующих по классической схеме фонда прямых инвестиций, а также учтены данные об инвестиционных компаниях, использующих интервальные и открытые инвестиционные пулы для осуществления прямых инвестиций.

В случае, когда инвестиции в России были сделаны крупным транснациональным фондом, инвестирующим в целый ряд стран, капитализация такого фонда считалась на уровне суммы инвестиций, сделанных только в России, а год начала деятельности обозначался годом осуществления первой инвестиции в России.

В процессе обработки данных и перевода показателей из денежного выражения в процентное и обратно промежуточные результаты округлялись до миллиона долларов в большую сторону. В связи с этим возможное расхождение итоговых данных может достигать 0,5%.

Отрасли

Для распределения инвестиций по отраслям использовалась адаптированная классификация Европейской Ассоциации Прямых Инвестиций и Венчурного Капитала (EVCA):

Телекоммуникации

- Телекоммуникационное оборудование
- Телекоммуникационные услуги
- Интернет
- Телеканалы и радиостанции
- Издательства

Компьютеры

- Компьютерное оборудование
- Программное обеспечение
- Компьютерные услуги

Электроника

- Батареи
- Источники питания
- Стекловолокно
- Научно-аналитические приборы
- Полупроводники и компоненты

Биотехнологии

- Пищевые добавки
- Технологии растениеводства и животноводства
- Исследования и оборудование

Медицина/здравоохранение

- Медицинские услуги
- Разработка и производство лекарств
- Медицинское оборудование

Энергетика

- Добыча и переработка нефти, угля и газа
- Бурение и геологоразведка
- Альтернативные источники энергии

Потребительский рынок

- Производство продуктов питания и напитков
- Торговые сети
- Досуг и развлечения
- Туризм
- Производство одежды
- Товары для дома

Промышленное оборудование

- Машиностроение
- Робототехника
- Автоматика
- Приборостроение

Лёгкая промышленность

- Текстиль
- Мебель
- Бумага и целлюлоза
- Типографии
- Упаковка

Химические материалы

- Лаки
- Краски
- Клеи
- Красители
- Удобрения
- Новые материалы

Транспорт

- Транспортные компании и перевозчики
- Транспортная инфраструктура
- Почтовые услуги

Финансовые услуги

- Банковский сектор
- Страхование
- Лизинг
- Агентства недвижимости
- Финансовые брокеры и посредники

Сельское хозяйство

- Растениеводство и животноводство
- Рыболовство
- Лесное хозяйство и заготовка древесины

Строительство

- Инженерные и архитектурные услуги
- Производство строительных материалов
- Строительные работы

Другое

- Рекламные агентства
- Оптовая торговля
- Консалтинг

Стадии развития компаний

Для описания стадий развития компаний были определены следующие термины:

Посевная и начальная

Компания находится либо на стадии концепции, либо только что зарегистрировалась. Требуется завершение НИОКР. Продукт существует в виде прототипа. Продажи отсутствуют или совершенно незначительны. Требуется патентование и другая защита интеллектуальной собственности.

Ранняя

Произведена опытная партия продукта. Объём продаж позволяет компании быть безубыточной, широкие продажи ещё не начались. Привлечены необходимые менеджеры, но организационная структура требует доработки. Необходимо завершение сертификации и лицензирования.

Расширение

Компания прибыльна и стабильна на рынке. Требуется увеличение объёмов производства и/или диверсификация в смежные сегменты рынка, а также проведение масштабных рекламных кампаний.

Реструктуризация

Инвестиции используются для выкупа доли другого фонда, инвестора или одного из основателей. Возможно также повышение эффективности компании посредством укрупнения производственных или продажи непрофильных активов. Реорганизация или принципиальная переоценка бизнес-модели и корпоративной структуры также являются действиями венчурного инвестора на данной стадии.

Поздние стадии

Средства инвесторов направляются на рефинансирование долга, приобретение компаний-дистрибьютеров или компаний-поставщиков, подготовку компании к продаже или другие действия, направленные на краткосрочное повышение капитализации компании.

Ответственности сторон

Исполнительная дирекция РАВИ прилагала все усилия для того, чтобы обеспечить реалистичность данных, представленных в этом исследовании, консультируясь по всем возможно необходимым вопросам на стадиях подготовки и реализации исследования с компанией PricewaterhouseCoopers. Однако ни РАВИ ни PricewaterhouseCoopers не берут на себя ответственность за какие-либо последствия от использования данных этого исследования, а также за неточность показателей и объёмов инвестиций, осуществлённых инвестиционными компаниями и фондами.

Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)

Обзор российского рынка прямых и венчурных инвестиций (1994-2004).
-СПб.: «Феникс», 2004.-48с.

ISBN 5-98240-015-7

Над обзором работали:
Евдокимов Е.И.,
Никконен А.И.,
Гладких И.В.

Отпечатано в ООО «Феникс».
194156, Санкт-Петербург, пр. Энгельса, 27.
Заказ №235. Тираж 1000 экз.

ISBN 5-98240-015-7

© Российская Ассоциация Прямого
и Венчурного Инвестирования (РАВИ), 2004
© ООО «Феникс»